

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O ABANDONO DA ÂNCORA CAMBIAL DO PLANO REAL

**João Luiz Campos Soares Filho
Matrícula: 9214608-0**

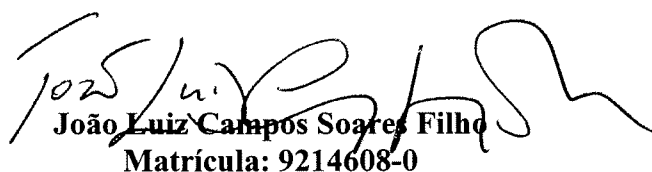
Prof. Orientador: Paulo de Sá Campelo Faveret Filho

Dezembro de 1999

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

O ABANDONO DA ÂNCORA CAMBIAL DO PLANO REAL


João Luiz Campos Soares Filho
Matrícula: 9214608-0

Prof. Orientador: Paulo de Sá Campelo Faveret Filho

Dezembro de 1999

“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor”.

“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”

Este trabalho é dedicado ao meu pai e à minha mãe pelo carinho, dedicação e amor empenhados ao longo da minha formação. É com muito amor que eu o dedico também a minha namorada.

SUMÁRIO

Introdução	Páginas 5 a 8
Capítulo 1	
A Ancoragem cambial dentro de processos de estabilização	Páginas 9 e 10
Condições para a implementação da âncora cambial	Páginas 11 a 14
Capítulo 2	
Os cinco anos de plano Real	Páginas 15 a 21
Capítulo 3	
A ruptura de 1999 – análise e opiniões	Páginas 22 a 28
Alguns regimes cambiais e a opção do Brasil	Páginas 29 a 33
Conclusão	Páginas 34 a 36
Anexo Tabelas e Gráficos	Páginas 37 a 42
Bibliografia	Páginas 43 e 44

INTRODUÇÃO

O processo inflacionário brasileiro é intimamente ligado ao nosso modelo de industrialização. Sempre pagamos o preço de uma industrialização tardia e, pior, com o Estado assumindo um papel muito relevante na economia na tentativa de promover um desenvolvimento do nosso parque industrial

Resultado disso é que o Governo sempre gastou bem mais do que podia. Ao se comprometer em modernizar nosso parque industrial, o Estado via seu déficit nominal crescer. A saída encontrada na maioria das vezes vinha sendo a monetização desse déficit. Em suma, através de políticas de emissão monetária, todo processo inflacionário brasileiro começou a se enraizar.

Com esse histórico inflacionário, passamos a ter toda uma mentalidade nesse sentido, ou seja, uma inflação altamente inercializada. Particularmente no período entre 1986 - quando do plano Cruzado - e a implementação do Plano Real em 1994, o país enfrentou situações de hiperinflação, algumas vezes rompendo a barreira dos 50% mensais¹.

Inúmeras medidas foram tomadas nesse período, visando desindexar a economia. Após o Plano Cruzado, o país passou por quatro congelamentos, e um confisco de ativos. Vários planos foram implementados - Plano Bresser, Plano Verão, Planos Collor I e II, todos frustrados. Não conseguimos quebrar uma estrutura que, embora proporcionasse aos cofres públicos receitas de senhoriagem que eram à época bastante úteis para não causar desequilíbrios maiores no balanço de pagamento, representavam sob o ponto de vista da comunidade internacional uma enorme perda de credibilidade do nosso país .

¹ Franco, G.H (1995) - "Testing Monetarist Models of Hyperinflations" faz referência a um estudo de Phillip Cagan (1956) que, ao avaliar algumas economias européias no pós Guerra (anos 20) considerava níveis acima dos 50% ^{an} como sendo hiperinflacionários.

A tabela em anexo ajuda a retratar a questão inflacionária nas duas últimas décadas no Brasil, medidas pelo índice geral de preços e o índice de preços ao consumidor.

Inflação Brasileira

1980 - 1998

ANO	IGP-M (FGV)	IPC-di (FGV)
1980	110,30%	86,30%
1981	95,10%	100,50%
1982	99,70%	101,80%
1983	221,00%	177,90%
1984	223,80%	208,70%
1985	235,10%	248,50%
1986	65,03%	63,50%
1987	415,83%	432,30%
1988	1037,55%	1006,50%
1989	1609,38%	1759,20%
1990	1699,59%	1657,70%
1991	458,37%	493,79%
1992	1174,67%	1156,14%
1993	2567,34%	2828,63%
1994	1246,62%	1240,92%
1995	15,24%	25,91%
1996	9,19%	11,34%
1997	7,74%	7,23%
1998	1,78%	1,66%

Extraído do site informações econômicas

Fonte: Revista Conjuntura Econômica

Sobretudo ao final da década de 80, ainda colhendo os impactos da moratória decretada em 1987, os índices de preço foram altíssimos e permaneceriam nestes níveis até o lançamento do Plano Real.

Com o impeachment do então Presidente Collor, o vice presidente Itamar Franco assumiu, nomeando em um segundo momento Fernando Henrique Cardoso para o Ministério da Fazenda. Era esperada então uma nova intervenção na economia, embora a

intenção de não realizar congelamentos de preços e confisco dos ativos fosse comumente reiterada como forma de tranquilizar a população, receosa com os possíveis impactos de mais um programa de estabilização heterodoxo.

Após o anúncio, em fins de 1993 do chamado “Plano de Estabilização”, a verdadeira cara do Plano veio a ser conhecida em abril de 1994. Instituiu-se a URV - Unidade Real de Valor, na verdade um indexador da economia, e que nesse período entre abril e julho - data marcada para a substituição da URV pelo Real - tenderia a acompanhar o dólar.

A partir deste momento de transição e mais, nos primeiros meses do Real - segundo semestre de 1994 - ficava claro o comprometimento do governo com a ancoragem cambial do Plano. Todo o processo de redução da inflação a níveis internacionalmente aceitos, passava pelo fortalecimento da moeda e embora possamos notar o papel de uma âncora monetária, é sem dúvida a cambial aquela que mais merece enfoque.

Em seu discurso de posse como presidente do Banco Central, Gustavo Franco, invocando Mário Henrique Simonsen, lembrava a citação deste no que se refere às políticas implementadas antes do Plano Real como “anestésias sem cirurgia”². Na verdade, Franco fazia menção principalmente ao fato da economia como um todo não estar preparada ainda para a desindexação, sobretudo em relação às reformas fiscais que pudessem reduzir a dívida pública do Estado.

Este estudo irá abordar as nuances que a âncora do Plano Real trouxe para a economia, os requisitos para a adoção de um regime vinculado ao câmbio, bem como o próprio andamento da economia nos cinco anos de plano, destacando as experiências similares em outras economias buscando sempre inserir o Brasil como herdeiro de um passado de incertezas e falta de credibilidade, resultante de políticas equivocadas em um período bastante recente.

² Discurso oficial de posse de Gustavo Franco como Ministro da Fazenda, disponível no site oficial do Banco Central do Brasil na internet www.bcb.org.br

Por fim, olharemos para o futuro, confrontando as principais opiniões acerca do abandono da mesma no início de 1999, usando as mesmas para introduzir um breve estudo comparativo de alguns regimes cambiais que pudessem ser eventualmente aplicáveis no caso brasileiro, como o Inflation Target, que foi o regime adotado tão logo a âncora tenha sido abandonada, além do caso quase extremo de dependência em relação à moeda americana, muito próximo à dolarização, ou seja um regime de “Currency board”, adotado em países como Argentina e Hong Kong.

A ANCORAGEM CAMBIAL DENTRO DE UM PROCESSO DE ESTABILIZAÇÃO

O termo âncora cambial, tão propagado nesses últimos quatro anos, busca, metaforicamente, explicar o quão atrelada está a nossa economia à taxa cambial.

A equipe econômica, ao designar o câmbio como elemento central na ruptura de todo um histórico inflacionário, estava fundamentalmente amarrando a moeda nacional a uma moeda de credibilidade - o dólar.

No caso brasileiro a âncora cambial ocorreu através de uma aumento da taxa de juros, que estimulou o ingresso de capitais estrangeiros no país e ocasionou uma expansão da oferta de moeda estrangeira. Com isso houve uma sobrevalorização do Real..

Esta sobrevalorização, viria por obrigar as indústrias nacionais a se modernizarem uma vez que o aumento da oferta de produtos, causado pela importação continha os níveis de inflação a um patamar reduzido, embora seja também verdade que o aumento nas importações de bens de capital responde por uma situação favorável para a modernização destas mesmas empresas.

Vale ressaltar aqui, os benefícios principais que um programa desta natureza traz para a economia. Em primeiro plano, as funções básicas da moeda são restauradas. O próprio fim da inflação já traz a moeda novamente como reserva de valor e de unidade de referência.

Ela passará a ser referência substancialmente no que se refere a atingir uma taxa de câmbio real de equilíbrio, ou seja uma taxa que “mantenha o resultado das contas correntes sob controle quando a taxa de crescimento do PIB está a plena capacidade”³.

³ Netto, D. (1997)– “Câmbio, inflação e crescimento”

Embora estejamos claramente longe do pleno emprego, fato verificável através de uma análise ainda que superficial de nossos indicadores atuais de desemprego, a citação anterior nos chama atenção para o conceito de taxa de câmbio real.

Neste trabalho adotaremos a formulação geral que aponta para uma relação entre os preços das mercadorias transacionáveis (medidas por exemplo pelo índice de preços no atacado nos EUA, multiplicado pela taxa de câmbio nominal) e os preços das mercadorias não transacionáveis (aproximáveis pelo índice do custo de vida).

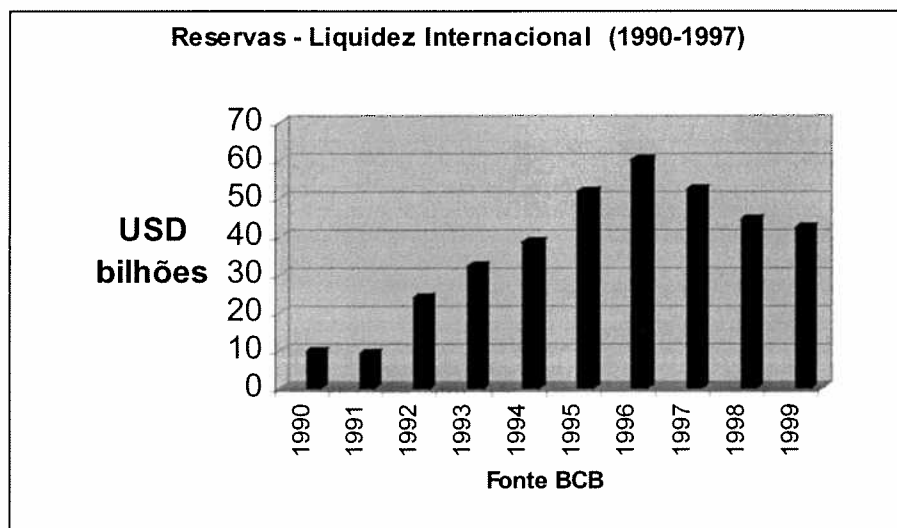
Evidentemente que em um regime como o nosso, onde o Real esteve altamente atrelado ao dólar, busca-se atingir essa taxa de uma forma gradual, através da observação do desempenho das variáveis que compõem as contas correntes.

Vale ainda ressaltar que tais desempenhos podem ser séria e até irremediavelmente comprometidos caso alguns pré-requisitos para a implementação de uma política centrada no câmbio não sejam observadas. Discutiremos mais adiante o possível impacto destes efeitos sobre o abandono da âncora cambial em janeiro de 1999.

CONDIÇÕES PARA A IMPLEMENTAÇÃO DA ÂNCORA CAMBIAL

O primeiro pré requisito para o sucesso de um plano ancorado ao câmbio é um nível satisfatório de reservas internacionais. O ponto de apoio de uma economia são suas reservas. É através delas que um país se previne contra choques de natureza externa, que venham a provocar uma saída de recursos, não apenas pela possibilidade do governo queimar essas reservas em prol da estabilidade, como também por servirem como um sinalizador da folga com que o país opera para os investidores estrangeiros.

O gráfico abaixo mostra que nos encontrávamos em posição confortável sob este aspecto quando do lançamento do Plano.



Qualquer análise de factibilidade de planos desse tipo passará obrigatoriamente pelo nível de reservas acumuladas, portanto “as possibilidades de acumular reservas devem ser convenientemente exploradas, uma vez que elas funcionam como estoques reguladores minimizando o custo social das crises conjunturais no mercado internacional”.⁴

⁴ Langoni, C.G – “A economia da Transformação”

Os investidores internacionais buscam maiores retornos para seus recursos, motivados ainda pelas análises, volta e meia receosas, sobre países emergentes como o nosso. A manutenção de altas taxas é então a maneira mais direta de atrair esses investidores e portanto, de acumular reservas.

Em compensação, esse acúmulo representa outro peso enorme para os governos. uma vez que além do endividamento do setor público, há a inibição natural das taxas de crescimento do PIB, que em situações como a descrita tendem a se tornar cada vez mais modestas, trazendo ainda custos sociais altíssimos já que “nada faz um país crescer mais do que juros baratos . Nada estanca mais o crescimento de um país do que juros elevados”.⁵

A segunda condição a ser observada dispõe acerca da abertura comercial do país. Seria no mínimo contraditório imaginar um plano ancorado no câmbio em um país que seguisse uma doutrina não liberal de comércio exterior, embora seja útil ressaltar que a participação brasileira no comércio internacional vem caindo consideravelmente nas duas últimas décadas.

A excessiva presença de barreiras comerciais prejudicaria toda a concepção do plano, sobretudo na sua fase inicial onde a competição dos produtos vindos do exterior é componente fundamental no controle da inflação.

Isto porque ao atrelar a moeda local ao dólar, a sobrevalorização inerente leva as importações a ficarem mais atrativas, e, concomitantemente, os nossos produtos ficam menos atrativos para o exterior, o que provoca uma queda nas exportações.

Entretanto, no que tange ao combate da inflação, o aumento nas importações é o que mais nos interessa. As empresas locais se vêem cada vez mais limitadas na questão de elevar seus preços, dado o aumento na concorrência externa. Este fato inibidor de reajustes, é de fundamental importância na execução do plano, onde acabar com a inércia inflacionaria é o que mais importa.

⁵ Kanitz, S. (1994)– “O Brasil que dá certo”

Evidentemente a história não termina aí. É de se esperar que haja sucessivos déficits comerciais, visto que os produtos estrangeiros passam a ser relativamente mais baratos do que eram antes da ancoragem, ao contrário do que ocorre com os produtos nacionais.

Ao mesmo tempo, esta perda de competitividade dos produtos domésticos pode causar sérios problemas para a indústria local. A competição com os produtos importados passa a ser bastante dura e alguns setores menos preparados passam a viver sob ameaças de falência.

É importante que tais políticas sejam conduzidas de forma bastante cuidadosa para que essa perda de competitividade da indústria local não cause portanto desequilíbrios muito altos na balança, além de evitar quebras das empresas locais.

O terceiro ponto a ser lembrado antes da implementação de um plano desta natureza, refere-se à condução das contas públicas.

Se uma economia apresenta um desequilíbrio em suas contas - e aqui estamos nos referindo aos déficits orçamentários - torna-se complicado o processo de estabilização. Para o sucesso do plano a longo prazo toda a estrutura de gastos e receitas deve ser revista, o que em um país burocratizado e historicamente tão mal administrado como o nosso, é sem dúvida doloroso.

Neste ponto parecíamos não ter caminhado de forma adequada. “Entre dezembro de 1994 e novembro de 1995, houve uma piora da posição fiscal de um superávit operacional de 1,34% do PIB para um déficit de 4,47%”⁶. Some-se a isto o fato de que o ajuste fiscal precedente à implementação do Real foi, como veremos no próximo capítulo, uma solução de emergência, que no entanto, não rompeu com a pesada folha de gastos do setor público.

⁶ Carneiro, D.D (1995) – “A política monetária e a remonetização pós-Real”

Isto porque economias com uma razão déficits nominais / PIB alta e em tendência de elevação - como vem ocorrendo com o plano Real - sofrem com a perda de credibilidade no cenário externo, o que trará conseqüências indesejáveis no fluxo de investimentos e portanto na posição de reservas do país.

Uma crise cambial ocorre num ambiente onde mesmo com uma taxa de juros elevada, ocorre uma fuga de divisas, o que levará à instabilidade econômica, e à necessidade do governo intervir ativamente na economia e a saída mais frequente na história recente vem sendo a manutenção de altas taxas de juro, que em consequência traz recessão, ou então de mudanças na taxa de câmbio nominal.

Talvez a maior prova disto seria uma declaração do Presidente da República, durante uma visita a Argentina, em maio de 1998: “no caso de ter de decidir entre desvalorizar o real ou deprimir a economia, optarei por deprimir a economia”⁷. Comprovaríamos mais tarde, em janeiro de 1999 que esta encruzilhada agravada pelo uso da âncora cambial teria um desdobramento diferente do anunciado por Fernando Henrique Cardoso.

Por estas razões as âncoras cambiais tem sido objeto de muitas criticas. Simonsen⁸ cita que “contam-se às centenas as experiências fracassadas na âncora cambial. A causa comum desses fracassos é a sobrevalorização da taxa de câmbio, provocando déficits em conta corrente insustentáveis, com o conseqüente esgotamento das reservas e o inevitável abandono da âncora cambial. A America Latina é pródiga nesses exemplos.”

⁷ Coluna Panorama Econômico – Jornal O Globo de 28.5.97

⁸ Simonsen, M.H. (1995) – “Lições Esquecidas”

OS CINCO ANOS DE PLANO REAL

Quando em julho de 1994., o Governo Brasileiro instituiu o Real, estava procurando romper o passado de desconfiança interna e externa em relação a moeda nacional.

A criação da URV e a migração para o Real deram início à execução de um Plano que, hoje, mais de cinco anos após a sua implementação, é reconhecido como um dos mais bem sucedidos planos de estabilização inflacionária na história econômica mundial.

Os dois pilares de sustentação do Plano eram a prática de juros altos que atraíssem os investidores (âncora monetária) e a atrelagem da moeda nacional para junto do dólar, uma moeda consagrada (âncora cambial).

A política monetária estaria diretamente ligada à questão da confiança – externa e interna – abalada em virtude de duas décadas de políticas heterodoxas e de moratórias decretadas.

Os investidores estrangeiros, desconfortáveis com o histórico recente do país precisam ter a “crença de que o governo não precisará promover uma desvalorização cambial como forma de evitar que um desequilíbrio insustentável no Balanço de Pagamentos encurte prematuramente os horizontes do programa”⁹.

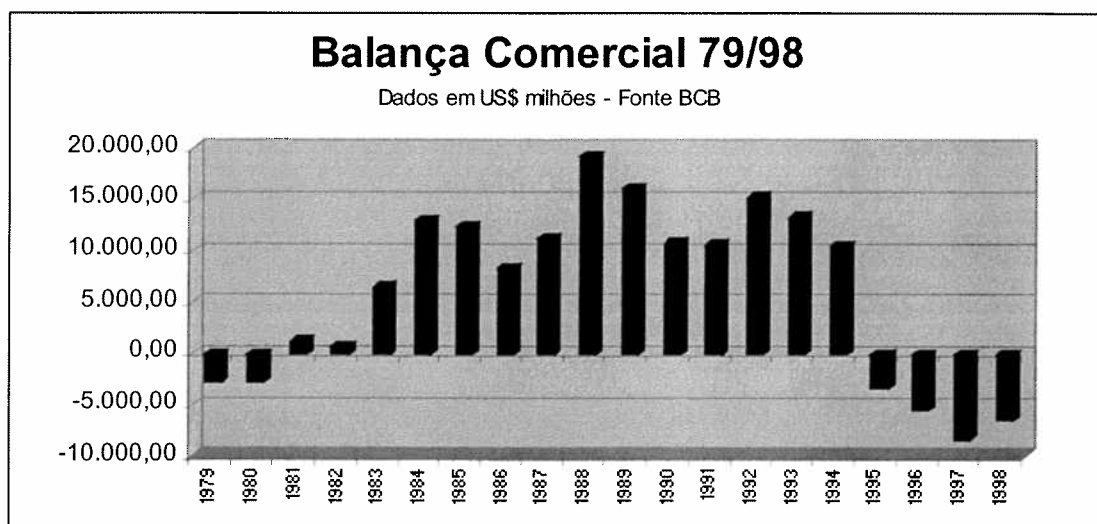
A desconfiança interna girava sobre a instabilidade inerente a choques de salários, juros e, sobretudo, preços.

Sobretudo à nível externo, a atração do mercado financeiro brasileiro deveria levar em conta a expectativa de desvalorização futura no câmbio, bem como as taxas de

⁹ Carneiro, D.D. (1995)– “A política monetária e a remonetização pós Real”

juro interna e externa. Para recompensar os investidores e atrair divisas, a estratégia seria então a manutenção de níveis altos de taxas de juros.

A idéia era equilibrar o Balanço de Pagamentos através do superávit da conta capital, uma vez que o saldo da balança comercial tenderia a ser deficitário após a implementação do Plano. Isto de fato se verificou, com a já esperada apreciação do câmbio. O ano de 1994 seria o último ano de resultados positivos na balança comercial em um país que vinha apresentando desde a década de 80 seguidos superávits comerciais, conforme podemos verificar com o auxílio do gráfico abaixo.



Verificaríamos ainda à época uma queda da ordem de 13 bilhões de dólares na Balança Comercial. Paralelamente, a Conta Capital sofria um acréscimo de cerca de 15 bilhões de dólares¹⁰.

Examinando a questão sob outro enfoque, a prática de taxas de juros elevadas traria apreciação do Real e como consequência uma nova orientação no plano de contas do nosso Balanço de Pagamentos.

¹⁰ Dados extraídos do site do Banco Central do Brasil (www.bcb.gov.br) na internet

Agora, o equilíbrio era obtido através do capital estrangeiro. O grande problema da adoção de tal mudança seria o peso que esta política monetária teria, aliado a uma política fiscal inconsistente.

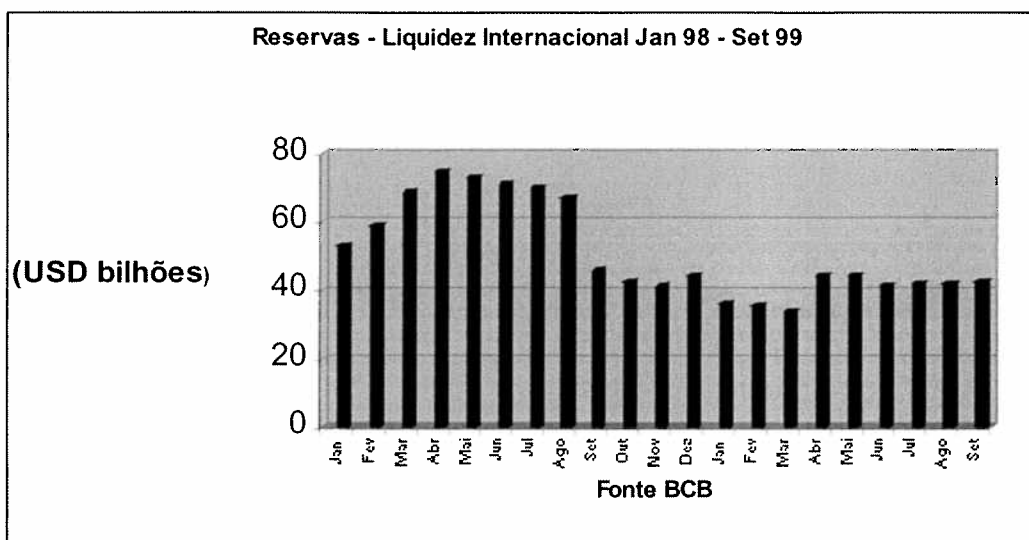
Estudo da Fundação Getúlio Vargas em meados de 1997, disponível no anexo de gráficos e tabelas deste estudo, mostrava que éramos àquela época a segunda maior taxa de juros real do mundo, atrás apenas da Rússia, que menos de um ano depois declararia moratória¹¹.

Se formos pensar a questão sob outro enfoque, com taxas de juro externas em torno de 5% anuais, e expectativas explicitamente anunciadas de desvalorização cambial girando em torno de 7% ao ano, seria de se esperar taxas de juros no mercado interno em torno de 15%. Estas taxas entretanto chegaram em determinados momentos a ser superiores a 40%.

Fato é que, após cinco anos de Plano Real, a prática de juros altos como instrumento de financiamento é duramente criticada pela maioria dos analistas, na medida em que constituía o crescimento do endividamento do setor público.

Sobretudo ao final de 1994, quando da desvalorização do peso mexicano, em 1997 à época da crise na Ásia e em agosto de 1998, época da moratória russa, verificava-se uma saída de capital dos países emergentes. Nesta ultima crise nossas reservas caíram mais de USD 20 bilhões durante o mês de agosto do ano passado, conforme podemos comprovar na quebra existente no gráfico que se segue.

¹¹ Faria, L.V (1997) – “Lições Esquecidas”



Some-se a isto o fato de que o Brasil, que ainda colhe os frutos da crise do início da década de 80 e da postura adotada na moratória dos juros da dívida externa, em 1987, era sempre tido como a “bola da vez” no cenário externo. Para evitar então que as reservas se extinguíssem, a atitude do Governo Federal era sempre a de aumentar as taxas de juro.

Ocorre que estes testes de resistência ao Banco Central deixavam sequelas. O que se viu ao longo do Plano Real além do endividamento progressivo do setor público foi a redução nas taxas de crescimento do PIB registradas principalmente nos dois últimos anos. Fica claro que não havia mais espaço para a manutenção das taxas de juro naqueles patamares.

Taxa de Variação real do PIB

(1992 - 1999)	
(%)	
1992	-0,5
1993	4,9
1994	5,8
1995	4,2
1996	2,8
1997	3,7
1998	0,1
1999*	0,1

*Estimado

Para agravar o quadro o saldo do país em transações correntes pioraria em cerca de 2% do PIB desde o lançamento do Plano até o ano de 1998, véspera da mudança no regime cambial, quando atingiria 4,53% do PIB.

Tornávamos então reféns do capital estrangeiro, que exigia juros altos. À medida em que o nosso Balanço de Pagamentos se deteriorava, mais dependentes ficávamos e os investidores, sabedores das dificuldades que o BC tinha em “fechar” suas contas, exigiam taxas de juros cada vez mais altas.

Outro ponto a ser levantado é a receita advinda das privatizações. Dornbusch cita o fato de que “privatization has financed an extra 2 percent of spending [GDP] each year of the past 4 years and that won’t be around anymore”¹² uma vez que o volume de empresas desestatizadas não será o mesmo dos anos anteriores.

Some-se a isto uma balança comercial crescentemente deficitária, como já foi abordado e havia razões de sobra para a desconfiança externa em relação ao Brasil.

O Governo procurava defender a moeda a qualquer custo, uma vez que todo o comprometimento do Plano era com níveis baixos de inflação, o que acreditava-se ser incompatível com uma eventual desvalorização.

Havia então uma espécie de sinalização. A manutenção de reservas internacionais bastante confortáveis e, mais à frente, o lançamento de títulos públicos no mercado indexados ao dólar servia para tentar mostrar ao mercado que não haveria mudança no câmbio.

Esta posição passivada em cupons cambiais era constantemente reiterada pelo Governo Federal e vinculada nos meios de comunicação. Tínhamos ao final de 1998, aproximadamente 20% da dívida do setor público indexada ao dólar.

¹² Dornbusch, R. (1999) – “The Brazil Problem”

Na realidade, este número que acreditava-se à época ser um sinalizador razoável, ainda pode ser considerado baixo, se comparado com os mais de 90% da dívida pública na Argentina que ao fim de 1999, busca defender seu regime de currency board.

O fato é que o setor privado estava então desconfortável com os seguidos rumores de desvalorização. Sobretudo os bancos com participação estrangeira e as grandes multinacionais, começaram a buscar hedge e até mesmo alavancagem através dos fundos cambiais e de posições compradas de dólar futuro na BM&F, fato que pôde ser comprovado no resultado do exercício referente ao primeiro trimestre das instituições financeiras, que apresentaram lucros volumosos em seus balanços.

A falta de credibilidade do país junto a comunidade internacional era à época o maior entrave a um ajuste gradual da economia, principalmente se formos considerar que a dívida pública Brasileira era então algo em torno de 35% do PIB, a metade da Canadense e bem inferior à Italiana por exemplo, esta superior a 110% do PIB¹³.

O consenso era que, sem reformas fiscais que melhorassem o resultado primário, o quadro brasileiro se deterioraria progressivamente e que chegaríamos a uma insolvência no Balanço de Pagamentos, e que a saída poderia levar a algo trágico como uma moratória ou, como se verificaria, a uma mudança no regime cambial.

Não apenas pela questão orçamentária, mas também pelo lado das expectativas de mercado, uma vez que, quanto maior for a necessidade de financiamento por parte do setor público, maiores serão as taxas que o mercado demandará.

Cabe neste ponto inserir uma citação de Bacha, relacionando o quadro fiscal à formação de inflação (e em outra análise à própria alta dos juros): "... que o déficit do governo esteja de início sendo integralmente financiado pela colocação de títulos, mas também que a dívida interna esteja sendo acumulada num processo de bola de neve, o qual

¹³ Dados extraídos do site do Banco Central do Brasil – www.bcb.gov.br na internet

deverá, portanto, ser interrompido em algum ponto no futuro. Nesse ponto, ocorreria uma súbita monetização da dívida interna. (sic). Com expectativas racionais entretanto, os agentes incorporam em suas decisões atuais a monetização futura esperada, e, para não sofrer perdas futuras de capital, começam desde logo a reduzir sua retenção de moeda”¹⁴.

¹⁴ Bacha, E.L (1994)– “O fisco e a inflação – uma interpretação do caso brasileiro”

A RUPTURA DE 1999 – ANÁLISE E OPINIÕES

Nos capítulos precedentes buscou-se fazer um breve estudo sobre o andamento da economia brasileira desde a implementação do Plano Real, até o início de 1999, quando, motivado por dificuldades crescentes no balanço de pagamentos, o governo optou por um novo regime cambial.

Examinaremos a partir de agora as questões envolvendo o rompimento da principal base de sustentação do Plano, tanto no que se refere a atuação do governo, como em relação aos dilemas e perspectivas enfrentados.

Este rompimento começou a se desenhar em 13 de janeiro de 1999, quando o governo anunciou a extinção da minibanda e a alteração da banda larga. Antes em R\$1,12 – R\$1,20, a banda passou a ser R\$1,20 – R\$1,32.

Abria-se espaço assim para que fossem atendidas pressões políticas, que pediam a queda das taxas de juro, como forma de conter os crescentes índices de desemprego. Ao mesmo tempo, atendia ao setor exportador, cada vez mais tímido, resultado da sobrevalorização do Real e da conseqüente piora dos meios de troca de seus produtos no exterior.

Imaginava-se com isso conter a verdadeira sangria de divisas, que se verificava a cada crise, fosse de natureza externa ou interna.

Argumentava-se à época que o objetivo era adequar o regime e torná-lo “menos vulnerável a ação dos ataques especulativos”¹⁵.

¹⁵ Entrevista do então recém empossado Ministro da Fazenda Francisco Lopes ao jornal O Globo em 14/1/99

Fato é que a reação do mercado mostrou-se extremamente adversa. O Real desvalorizou-se rapidamente 9% frente ao Dólar, as bolsas despencaram e os C-Bonds caíram mais de 6%¹⁶.

Esta reação se seguiria contrária nas 48 horas subsequentes. O mercado financeiro parecia achar pouco, empurrando a cotação do dólar para o novo teto da banda, obrigando assim o Banco Central a comprometer mais ainda suas reservas na defesa da moeda.

A evasão de divisas seria monstruosa e o BC anunciaria então o rompimento do sistema de bandas, que vigorava desde março de 1995, uma vez que se desobrigaria a atuar no mercado de câmbio. O câmbio estava então liberado para que flutuasse de acordo com as forças de oferta e demanda.

O comportamento do mercado passou do desespero à euforia, com a Ibovespa atingindo a maior valorização da sua história. Os C-Bonds subiram mais de 13% e a moeda americana que logo após o anúncio havia sido cotada a R\$1,60 regrediu fechando em R\$1,43.¹⁷

Era a reedição das políticas desastradas de alargamento da banda, que levariam à desvalorização da moeda em um curto espaço de tempo, verificadas no México, em alguns países asiáticos como Tailândia, Indonésia e na Rússia.

O que se discute neste ponto não é a desvalorização em si, mas a forma como a mudança no regime cambial foi conduzida.

Em setembro de 1999, o Banco Central chileno anunciou a mudança diretamente, ao contrário do que fizera o Brasil em janeiro. Além disso o Chile escolheu um momento bem mais oportuno, de tranquilidade no cenário externo, enquanto estávamos em janeiro

¹⁶ Fonte : Jornal O Globo – 14/1/99

¹⁷ Fonte : Jornal O Globo – 16/1/99

ainda colhendo os resquícios da crise na Rússia e vivendo um ambiente interno profundamente conturbado, em virtude da moratória decretada pelo Governo do Estado de Minas Gerais.

Resultado disto é que o peso chileno se desvalorizaria menos de 1% frente ao dólar em um primeiro momento. É bem verdade que o Chile vinha apresentando crescimentos médios de 7% ao ano nos anos 90 e um desemprego menor do que o nosso, além de contas públicas muito mais saneadas do que as brasileiras.

Parece entretanto, mesmo que, guardadas as mencionadas diferenças, que a condução da mudança no regime cambial foi mal executada.

Uma vez tratada a conduta do governo no que se refere ao processo de mudança, convém examinar a necessidade desta ruptura na âncora cambial, analisando a situação do país após tantas crises, bem como a fragilidade que o sistema de bandas cambiais apresentava à época para o país.

Parece haver um consenso de que o Plano Real foi vitorioso no combate a inflação, trazendo de volta a estabilidade nos preços, rompendo de uma forma sem precedentes um passado inflacionário bastante longo.

O que não pode se negar entretanto é o enorme peso que esta estabilização trouxe para o país já que a atrelagem do Real ao Dólar, ao mesmo tempo em que representou condição fundamental para a ruptura do nosso passado inflacionário, tornou o país extremamente vulnerável às condições externas.

Durante os mais de quatro anos do Plano Real, fomos dependentes de financiamento via capital estrangeiro, o que, em cenários conturbados, que tragam iliquidez ao mercado, pode representar custos enormes para o país.

É bastante útil uma análise de dados comparativos para algumas economias latino-americanas, relacionando variações nas taxas de juro com variações no câmbio, para o período entre dezembro de 1997 e agosto de 1998¹⁸.

Variações percentuais Dez 97 - Ago 98		
	Tx. Câmbio	Tx Juros
Brasil	3,99	199,5
Argentina	-	37,5
Chile	9,7	7,0
México	3,29	-25,5
Venezuela	4,41	3,8
Colombia	21,41	18,0

Apresentávamos no período em questão um câmbio ainda sobrevalorizado, seguindo as metas traçadas pelo Banco Central de desvalorização frente ao dólar de 7% anuais. Encontrávamo-nos, nesta questão com um ritmo de desvalorização frente ao Dólar pequeno, muito próximo ao México que estava à época com o peso já desvalorizado, devido a crise de 1994.

Para agravar ainda mais o quadro, vale focar na variação das taxas de juro para o período apurado. Os números brasileiros são exorbitantes quando comparados aos dos outros países, e mais, o México recém desafogado de um plano atrelado ao câmbio, conseguia promover reduções nas suas taxas de juro.

Reexaminando o Balanço de Transações Correntes pós Plano Real que encontra-se ao final deste trabalho, notamos um déficit superior a US\$ 100 bilhões após 1995, com uma piora crescente na conta de juros e serviços, além da balança comercial, como já foi tratado aqui, sempre negativa durante o Plano.

¹⁸ Dados extraídos do site do Banco Central Mexicano na internet. www.banxico.org.mx na internet

Precisávamos urgentemente de uma reorientação na balança comercial, bem como de reformas fiscais que pudessem viabilizar um orçamento débil, o que parecia sugerir a ruptura da âncora cambial e a aprovação de medidas de responsabilidade fiscal.

Cabe inserir neste ponto uma citação de Delfim Netto em novembro de 1997: “ a flutuação é simplesmente o começo de um processo de ajuste menos doloroso e que facilita o que ainda deve ser feito. Acelerando as exportações (e não o consumo), ela leva ao crescimento com menor restrição externa e, permitindo a baixa da taxa de juro, pode antecipar uma redução crível do déficit público. Mas não dispensa a necessidade das reformas...”¹⁹.

Ocorre que em fins de 1998 tínhamos eleições e a adoção de medidas fiscais austeras poderiam custar popularidade. Além disso uma reavaliação do Plano, sobretudo da âncora cambial, poderia sugerir ao eleitorado uma indecisão, ou mesmo desconforto de um governo que buscava a reeleição.

Utilizando uma citação de Rudiger Dornbusch em abril de 1999: “ Brazil ... has practiced short termism and election opportunism dressed up as the great fight for price stability.”²⁰

Coincidência ou não, o acordo com o FMI, registrando um aporte superior a US\$ 40 bilhões, bem como o comprometimento com metas fiscais e inflacionárias seria anunciado após as eleições, em dezembro de 1998, precedendo a mudança no câmbio.

Instituiria-se quando do rompimento da âncora, o que convencionou-se chamar de regime de flutuação suja, no qual o Banco Central se desobrigava a atuar no mercado de câmbio que levaria ao cumprimento da “inflation target”, um regime que tem mantido os índices de inflação de países como Canadá, Austrália e Nova Zelândia que o adotaram há

¹⁹ Netto, D. (1997) – “Inflação, câmbio e crescimento”

²⁰ Dornbusch, R (1999) – “The Brazil problem”

quase uma década dentro dos níveis planejados, níveis estes abaixo da média verificada nos anos precedentes.

Em regimes como este há uma transparência maior da atuação do Banco Central bem como dos instrumentos utilizados, através de boletins periódicos no qual as autoridades monetárias explicitam seus objetivos e variáveis de forma direta. Para o ano de 1999 foi estabelecida uma meta de 8% de inflação anual com tolerância de 2%, níveis aqueles que caem para 6% em 2000 e 4% em 2001.

Ao final de 1999, parecemos estar aptos a cumprir as metas de superávit primário traçadas no acordo com o FMI, muito mais por um aumento de receitas do que por uma redução nos gastos, decorrente de reformas administrativas ou de medidas efetivas que possam viabilizar uma redução na folha de encargos do Governo Federal, embora a morosidade do Congresso Brasileiro e os índices de popularidade em franca queda do Presidente Fernando Henrique Cardoso sejam um entrave a aprovação de medidas desta natureza.

No que se refere a balança entretanto as informações preliminares não são animadoras. Alguns setores tipicamente exportadores, fortemente impactados pela desvalorização cambial precisaram rever planos de investimento e produção, o que à exemplo de experiências anteriores não permitiu a retomada das exportações, caracterizando um hiato entre a desvalorização cambial e a retomada nas exportações.

O Governo vem demonstrando particular preocupação com esta questão. Através do BNDES vem desenvolvendo programas de Eximbank, buscando incentivar empresas exportadoras através de financiamento com prazos e taxas atrativas, sempre vinculadas a performances de exportação. Buscou também aumentar o prazo permitido para Adiantamento de Contratos de Cambio (ACC's) antes em 180 dias, agora em 360.

Após um período de dificuldades, parecemos estar atualmente retomando os rumos da balança comercial, rompendo este hiato, conhecido na literatura econômica como

curva J. De qualquer forma tais metas podem ser reajustadas a cada encontro e o comprometimento do FMI com o Brasil empresta uma credibilidade fundamental para que se promova a partir de agora uma redução gradual nas taxas de juro.

A opinião de Paul Krugman se adequa perfeitamente neste sentido: “ Whatever Brazil does next, please do not include another increase in interest rates”²¹.

²¹ Krugman, P. (1998) – “Latin’s America Swan Song”

EXEMPLOS DE REGIMES CAMBIAIS E A OPÇÃO DO BRASIL

Uma vez examinada a necessidade da revisão da política cambial anterior bem como o próprio momento e a forma como foi conduzida, cabe examinar as opções que se apresentavam ao Brasil à época do rompimento da âncora.

Os acontecimentos entre a assinatura da carta de intenções com o FMI e a mudança no câmbio exigiam que o Banco Central levantasse uma nova bandeira, uma nova forma de conduzir uma versão já bastante modificada do Plano Real original.

Examinaremos então a seguir as principais alternativas que se desenhavam para a economia brasileira:

CURRENCY BOARDS:

O regime de currency board apresenta algumas características que tornariam sua adoção em economias como a brasileira, no mínimo bastante complicadas.

A principal delas é a conversibilidade plena a uma paridade fixa entre o passivo total do Banco Central, ou seja, os agregados monetários, e as reservas em dólares do país. Isto tem levado algumas economias a manterem reservas de mais de 100% de seu passivo total, o que lhes garante uma margem de segurança caso haja uma corrida por dólares.

Estaríamos portanto dependentes de aportes volumosos por parte do FMI, uma vez que nosso nível de reservas não mais cobria o passivo total do BC.

O problema não estaria somente aí, mas também na perda do poder discricionário por parte do Banco Central, que passa a não contar mais com emissão monetária como

forma de financiar seu déficit, uma vez que fica claramente limitada a receita de “senhoriagem”.

Isto porque, em regimes de currency boards a emissão monetária está diretamente ligada a um aumento de reservas, não podendo ser feita de forma a atender quaisquer necessidades de financiamento do governo, via monetização, já que seria incompatível com a própria essência do regime.

Uma implicação imediata estaria ligada ao papel do Banco Central como prestador de última instância, que desaparece o que poderia até um certo ponto disciplinar a estrutura bancária brasileira no que tange ao “exposure” de determinadas instituições financeiras e evitar quebras como as verificadas no início de 1999, bem como o uso inadequado dos recursos públicos no socorro a estas instituições.

Conduzindo a discussão para o lado fiscal, podemos portanto considerar de certa forma utópica a consideração de Rudiger Dornbusch, defendendo a adoção do currency board no Brasil.

Isto porque nossa disciplina fiscal ainda tem se mostrado ineficaz como já foi tratado aqui, e certamente ajustes adicionais seriam necessários se fosse o caso desta adoção.

Alem disso, os dados disponíveis para economias sob currency boards indicam que esta rigidez fiscal, dado o caráter recessivo inerente, tem reflexo direto nas taxas de desemprego.

Nunca é demais lembrar os graves problemas sociais que a Argentina vem tendo com suas taxas de desemprego girando em torno de 15%. Vale mencionar ainda que este é atualmente apontado por grande parte da população como um dos maiores problemas do país atualmente, apesar de termos índices menores que os dos nossos vizinhos, conforme a tabela que se segue.

Desemprego Brasil 89-99

(%)	
1989	3,35
1990	4,28
1991	4,83
1992	5,97
1993	5,32
1994	5,06
1995	4,64
1996	5,47
1997	5,66
1998	7,67
1999	7,85

Cabe inserir neste ponto um estudo publicado pelo FMI em janeiro de 1998, indicando que grande parte do sucesso obtido no combate a inflação diz respeito à confiança na moeda e à pouca vulnerabilidade a ataques especulativos, o que definitivamente não tem sido o caso brasileiro.²²

Passemos então para um breve estudo do caso do regime de inflation target que atualmente é o que vigora no país.

INFLATION TARGET

O regime de metas inflacionárias tem sido ao longo da história uma alternativa bastante comum para economias recém saídas de regimes ancorados na taxa de câmbio, como foi o caso da Inglaterra por exemplo.

Trata-se de um sistema bastante popular uma vez que Canadá, Coréia e a própria União Européia, são entre outros, alguns países que o adotaram de forma precedente a nossa.

²² Ghosh, A.R ; Gulde, A. M; Wolf, H.C (1998)– “Currency boards: The Ultimate fix?”

No que tange ao caso brasileiro, vale ressaltar que o regime adotado gira em torno de objetivos de política econômica, não devendo ser confundido com instrumentos de política econômica.

Estes instrumentos são os mesmos utilizados na maioria dos regimes, quais sejam taxas de juro, intervenções no mercado de câmbio e sobretudo reformas que venham a equilibrar nossas contas públicas, embora haja agora um claro comprometimento com índices específicos de inflação.

Examinando sob esta ótica, não estaríamos apresentando um rompimento com o principal e declarado objetivo do Plano Real, ou seja o rompimento da inflação.

Estaríamos sim, segundo o próprio governo vem afirmando, redirecionando esta busca. Procurando associar as metas inflacionárias traçadas para os três próximos anos com a transparência e credibilidade que o Banco Central busca atingir ao divulgar boletins trimestrais mostrando suas decisões a população tentando com isso evitar reações exasperadas do mercado.

A crítica que se faz a adoção de alvos inflacionários gira em torno do lag entre o lançamento de algumas medidas e a efetiva observação do resultado das mesmas.

Isto porque o tempo de reação não é instantâneo como seria no caso de metas monetárias, diretamente observadas. Por isso não há ainda, ao final do ano conforto por parte do governo brasileiro para a tomada de certas decisões, uma vez que ainda são desconhecidos os impactos que alterações nas taxas de juros ou na taxa de câmbio irão ter sobre os índices de inflação.

O momento atual, de fato tem mostrado um trade off entre juros e câmbio, uma vez que o dólar ainda pressionado pela conhecida desconfiança do mercado bem como pelos encerramentos de posições de final de ano, impede que o governo sinta-se confortável o suficiente para reduzir as taxas de juro.

Parece ser esta atualmente a grande preocupação da nossa economia. Evitar que a alta do dólar cause um rebote inflacionário após um ano de maxidesvalorização.

Prova disto têm sido as frequentes sinalizações do Governo usar parte do empréstimo do FMI para intervir no mercado de câmbio, querendo com isso mostrar que há folga suficiente nas reservas para intervenções no mercado de câmbio.

A volatilidade dos nossos mercados entretanto, à qualquer notícia de votação do orçamento, ou mesmo em resposta a qualquer perturbação externa, por menor que seja, parece ainda indicar que o momento ainda é delicado.

Neste sentido parecemos estar, como em tantos outros momentos de nossa história econômica, levantando as mãos aos céus, clamando por estabilidades que nos garantam tempo para deixar que o novo programa adquira credibilidade.

CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho examinamos as dificuldades do Governo Brasileiro em financiar seu déficit em períodos sem inflação.

A monetização dos déficits em conta corrente esteve bastante limitada ao longo do Plano Real uma vez que poderia acabar com todo o comprometimento do mesmo com a estabilidade de preços.

O que vimos então foi o crescimento do déficit público, uma vez que as saídas encontradas pelo governo federal têm se mostrado apenas paliativas. A perda do imposto inflacionário trouxe de volta à cena déficits em contas corrente volumosos embora as receitas advindas de privatizações tenham ajudado nestes últimos anos a mascarar a gravidade do quadro fiscal brasileiro.

Encontra-se anexo a este trabalho a descrição do balanço de pagamentos do Brasil durante os cinco anos de Plano Real. A deteriorização das contas públicas é evidente, decorrente de uma taxa de câmbio sobrevalorizada e sobretudo da irresponsabilidade fiscal que obrigava o governo a recorrer ao mercado de forma excessiva e exagerada em busca de financiamento.

O efeito bola de neve decorrente da falta de credibilidade associada às absurdas taxas de juro praticadas em determinados momentos neste últimos anos seria então devastador, levando o país a abandonar seu regime cambial.

Teríamos como consequência imediata um salto do déficit público, que antes de janeiro de 1999 encontrava-se na ordem de 33%, passou a ser de quase 50%, face a parte da dívida do governo indexada ao dólar, que como foi visto anteriormente, foi o custo de sinalização da manutenção do regime cambial, assumido pelo governo.

O argumento era que a médio prazo a dívida pública passaria a apresentar comportamento diferente, invertendo uma tendência de alta observada desde 1994, principalmente.

O ponto a ser enfatizado não gira em torno de qual regime cambial seria o mais adequado para a nossa economia. O rompimento da âncora cambial do Plano Real deve ser entendido como mais um episódio da nossa história econômica fruto de posturas fiscais inadequadas assim como já haviam sido as crises de 1982 e 1987 (cada qual, é claro, apresentando determinadas peculiaridades).

Devemos sim procurar um regime de adequação fiscal na nossa economia. Buscar reformas efetivamente estruturais, abandonando as soluções paliativas que têm sido utilizadas nos últimos anos.

Qualquer que seja o sistema cambial ou monetário em uma economia, deverá estar vinculado à credibilidade que falta aos nossos programas. Credibilidade, que por sua vez será obtida com uma definitiva mudança nas finanças públicas.

Parecemos estar caminhando, ao final de 1999 para isso. Apresentamos ao primeiro semestre deste ano superávit primário de 2,6%, um índice expressivo, se comparada com os 0,4% obtidos no mesmo período do ano passado.²³

É verdade que esta melhora deve ser creditada em grande parte ao aumento na arrecadação, muito mais do que à uma redução nos gastos. De qualquer forma estando aptos a cumprir as metas de superávit primário traçadas pelo FMI, estas em torno de 3% anuais, não há dúvidas de que o Brasil esteja dando um grande passo para reconquistar a confiança no cenário internacional.

Outra questão que deve ser lembrada é a rolagem da dívida pública. Devemos procurar “equacionar o da dívida em bases mais duradouras, recorrendo a métodos de

²³ Dados extraídos do site do Banco Central do Brasil www.bcb.gov.br na internet

reestruturação que permitissem a absorção pelo país devedor dos deságios praticados pelo mercado e que conduzissem, assim, a uma redução expressiva da dívida e/ou das taxas de juro.”²⁴

Em suma, muito mais do que quaisquer programas ancorados ao câmbio ou a agregados monetários, a continuidade do que restou do plano Real deve estar condicionada a um novo tipo comprometimento : a âncora fiscal.

²⁴ Batista Jr. P.N. (1988) – “Da crise internacional à moratória brasileira”

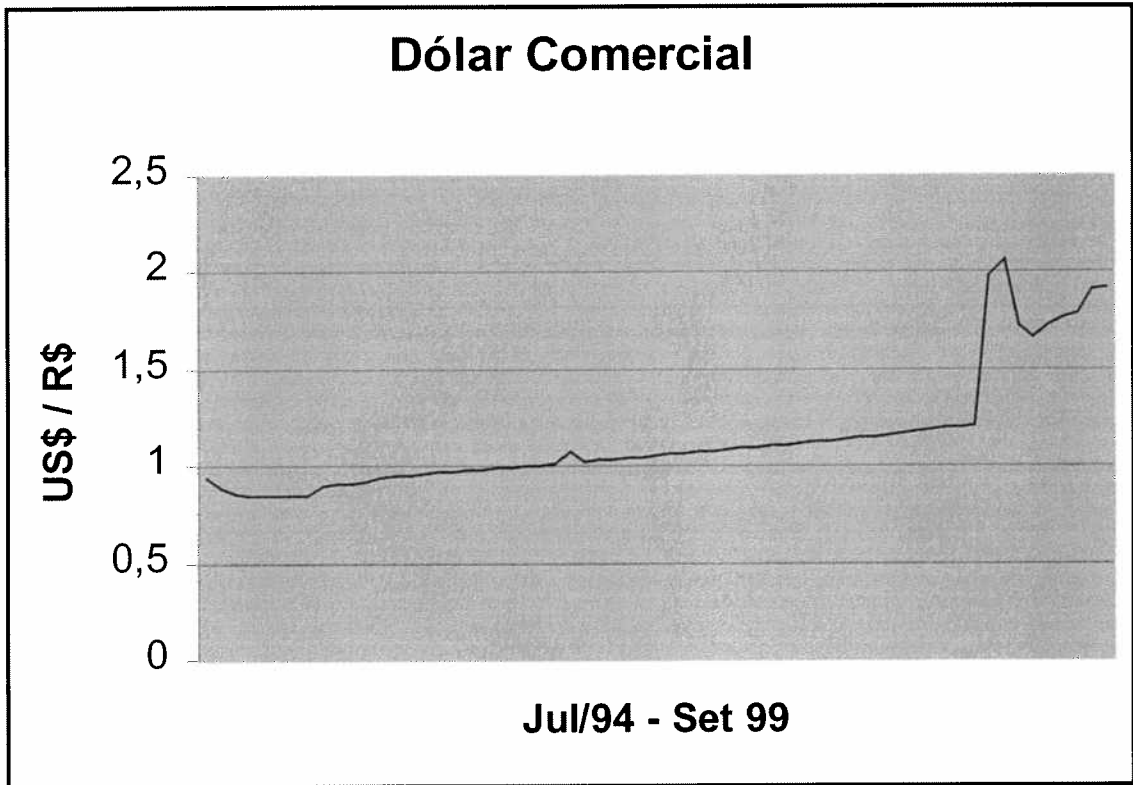
ANEXO

TABELAS E GRÁFICOS

Dólar Comercial pós Real

1994		1995		1996	
Jan		Jan	0,8420	Jan	0,9790
Fev		Fev	0,8510	Fev	0,9840
Mar		Mar	0,8960	Mar	0,9880
Abr		Abr	0,9130	Abr	0,9930
Mai		Mai	0,9060	Mai	0,9980
Jun		Jun	0,9220	Jun	1,0040
Jul	0,9400	Jul	0,9360	Jul	1,0110
Ago	0,8890	Ago	0,9510	Ago	1,0710
Set	0,8530	Set	0,9540	Set	1,0220
Out	0,8460	Out	0,9620	Out	1,0280
Nov	0,8450	Nov	0,9670	Nov	1,0330
Dez	0,8460	Dez	0,9730	Dez	1,0390
1997		1998		1999	
Jan	1,0461	Jan	1,1237	Jan	1,9832
Fev	1,0515	Fev	1,1304	Fev	2,0648
Mar	1,0593	Mar	1,1374	Mar	1,7220
Abr	1,0638	Abr	1,1443	Abr	1,6607
Mai	1,0717	Mai	1,1505	Mai	1,7240
Jun	1,0769	Jun	1,1569	Jun	1,7695
Jul	1,0834	Jul	1,1634	Jul	1,7892
Ago	1,0916	Ago	1,1769	Ago	1,9159
Set	1,0964	Set	1,1856	Set	1,9223
Out	1,1031	Out	1,1932	Out	
Nov	1,1098	Nov	1,2019	Nov	
Dez	1,1164	Dez	1,2087	Dez	

extraído do site informações econômicas. Fonte : gazeta mercantil



Balço de Pagamentos em Transações Correntes

	1994	1995	1996	1997	1998	1999
Balança	10466	(3352,00)	(5554,00)	(6848,00)	(6591,00)	204,00
Serviços	-14743	(18594,00)	(20483,00)	(26284,00)	(28798,00)	(7761,00)
Juros	-6338	(8158,00)	(9173,00)	(10390,00)	(11948,00)	(4897,00)
Outros	-8405	(10436,00)	(11310,00)	(15894,00)	(16850,00)	(2864,00)
Transferências Unilaterais	2588	3974,00	2900,00	2216,00	1778,00	491,00
Saldo em Transações Correntes	-1689	(18922,00)	(23136,00)	(30916,00)	(33611,00)	(7066,00)

*Dados até Agosto de 1999

Fonte : Site do Banco Central do Brasil na internet

BALANÇA COMERCIAL 79/99

	Exp	Imp	Exp - Imp
1979	15.244,00	18.084,00	-2.840,00
1980	20.132,00	22.955,00	-2.823,00
1981	23.293,00	22.091,00	1.202,00
1982	20.175,00	19.395,00	780
1983	21.899,00	15.429,00	6.470,00
1984	27.005,00	13.916,00	13.089,00
1985	25.639,00	13.153,00	12.486,00
1986	22.349,00	14.044,00	8.305,00
1987	26.224,00	15.051,00	11.173,00
1988	33.789,00	14.605,00	19.184,00
1989	34.383,00	18.263,00	16.120,00
1990	31.414,00	20.661,00	10.753,00
1991	31.620,00	21.041,00	10.579,00
1992	35.793,00	20.554,00	15.239,00
1993	38.563,00	25.256,00	13.307,00
1994	43.545,00	33.079,00	10.466,00
1995	46.506,00	49.858,00	-3.352,00
1996	47.747,00	53.286,00	-5.539,00
1997	52.986,00	61.358,00	-8.372,00
1998	51.120,00	57.714,00	-6.594,00
1999*	22.446,00	23.062,00	

Dados em US\$ milhões

* Dados Preliminares

Fonte : Banco Central do Brasil, Secretaria de Comércio Exterior

Taxas de juro**Países Emergentes**

País	Taxa Real% aa
Rússia	23,26
Brasil	11,65
Córea do Sul	8,34
Indonésia	7,16
Tailândia	7,14
China	6,93
Argentina	6,36
África do Sul	5,7
Taiwan	5,42
República Checa	5,34
Polónia	5,31
Colômbia	4,24
Grécia	4,22
Malásia	4,03
Chile	3,83
Portugal	3,78
Filipinas	3,31
Hungria	2,14
Cingapura	2,02
Israel	1,26
Hong Kong	0,31
México	-2,77
Índia	-4,13
Turquia	-6,28
Venezuela	-28,76

Fonte : Revista Conjuntura Econômica

Julho 1997

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Franco, G.H. (1986) – “Testing Models of Hyperinflations” - Texto para discussão n° 140 PUC/RJ
- Franco, G.H. (1987) – “Fiscal Reforms and the end of four hyperinflations” – Texto para discussão n° 151 PUC/RJ
- Batista Jr., P. Nogueira (1988) – “Da Crise Internacional à Moratória Brasileira”
- Carneiro, D.D (1995) - “A política monetária e a remonetização pós Real”
- Franco, G. H. (1996) – “The Real Plan” – Texto para discussão n° 354 PUC/RJ
- Netto, D (1997) – “Inflação, Câmbio e Crescimento” – Revista Conjuntura Econômica – Novembro/1997
- Krugman, P. (1999) – “Alas Brazil”
- Dornbusch, R. (1999) – “The Brazil problem”
- Krugman, P. (1998) – “Latin America swan song”
- Langoni, C.G (1976) – “A Economia da Transformação”
- Bruno, Di Tella, Fischer and Dornbusch and editors (1988) - “Inflation Stabilization : The Experience of Israel, Argentina, Brazil, Bolivia and Mexico”
- Kanitz, S. (1994) – “O Brasil que dá certo” – Editora Makron Books
- Troster, R.L ; Solimeo M. (1999) – “O Plano Real acabou?” - Editora Makron Books
- Ghosh, A R.; Gulde, A.M.; Wolf, H.C (1998) - “Currency boards : The ultimate fix?” – IMF Working Paper 98/8
- Buitier, W.H (1997) - “Aspects of fiscal performance in some transition economies under fund supported programs” - IMF Working Paper 97/31 –;
- Debelle, G (1997) – “Inflation Targeting in Practice” – IMF Working Paper 97/35 –.
- Khamis, M.; Leone, A. M. – “Can currency demand be stable under a finance crisis? The case of Mexico” - IMF Working Paper 99/53

- Allen, W.A (1999) – “Inflation Targeting: The british experience” - Bank of England Centre for Central Bank Studies
- Bacha, E.L (1994) – “O fisco e a inflação : uma interpretação do caso brasileiro”
- Giambagi, F; Carvalho, J.C.R (1998) – “A política cambial do Brasil a médio prazo” – Revista Conjuntura Econômica – Abril/1998
- Faria, L.V (1997) – “Lições Esquecidas” – Revista Conjuntura Econômica- Julho/1997